



**UNIVERSIDADE FEDERAL DA PARAÍBA  
CENTRO DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS  
DEPARTAMENTO DE FINANÇAS E CONTABILIDADE  
CURSO DE CIÊNCIAS CONTÁBEIS**

**MARIELLY CLEANNE GOMES DE MENEZES**

**DETERMINANTES DA ESTRUTURA DE CAPITAL DAS EMPRESAS  
EXPORTADORAS E NÃO EXPORTADORAS LISTADAS NA B3**

**JOÃO PESSOA  
2019**

**MARIELLY CLEANNE GOMES DE MENEZES**

**DETERMINANTES DA ESTRUTURA DE CAPITAL DAS EMPRESAS  
EXPORTADORAS E NÃO EXPORTADORAS LISTADAS NA B3**

Monografia apresentada ao Curso de Ciências Contábeis do Centro de Ciências Sociais Aplicadas, da Universidade Federal da Paraíba, como requisito parcial a obtenção do grau de Bacharel em Ciências Contábeis.

Orientador: Prof. Dr. Moisés Araújo Almeida

**JOÃO PESSOA**  
**2019**

**Catálogo na publicação**  
**Seção de Catalogação e Classificação**

M543d Menezes, Marielly Cleanne Gomes de.

Determinantes da Estrutura de Capital das Empresas Exportadoras e Não Exportadoras das Empresas Listadas na B3 / Marielly Cleanne Gomes de Menezes. - João Pessoa, 2019.

32 f.

Orientação: Moisés Araújo Almeida Almeida.  
Monografia (Graduação) - UFPB/CCSA.

1. Diversificação Geográfica. 2. Endividamento. 3. Estrutura de Capital. I. Almeida, Moisés Araújo Almeida. II. Título.

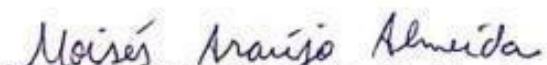
UFPB/BC

**MARIELLY CLEANNE GOMES DE MENEZES**

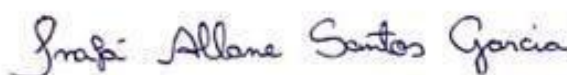
**DETERMINANTES DA ESTRUTURA DE CAPITAL DAS EMPRESAS  
EXPORTADORAS E NÃO EXPORTADORAS LISTADAS NA B3**

Esta monografia foi julgada adequada para a obtenção do grau de Bacharel em Ciências Contábeis, e aprovada em sua forma final pela Banca Examinadora designada pela Coordenação do TCC em Ciências Contábeis da Universidade Federal da Paraíba.

**BANCA EXAMINADORA**

  
Presidente: Prof. Dr. Moisés Araújo Almeida  
Instituição: UFPB

  
Membro: Prof. Dr. Orlans Silva Martins  
Instituição: UFPB

  
Membro: Prof.<sup>a</sup> Ma. Inajá Allane Santos Garcia  
Instituição: UFPA

João Pessoa, 23 de setembro de 2019.

Dedico este trabalho aos meus pais (Marcone Clay Moraes de Menezes e Ana Paula Gomes de Menezes), por todo o esforço, a dedicação e o apoio em cada momento de minha vida.

## **AGRADECIMENTOS**

A Deus, pela sua bondade e infinita misericórdia, por estar sempre guiando os meus caminhos, me concedendo coragem, e força para que eu pudesse alcançar os meus objetivos e sonhos.

A minha família, em especial meu pai Marcone, minha mãe Paula e minha irmã Nicolle, por toda dedicação e amor, por me apoiarem em todas as minhas escolhas, mesmo que por causa destas escolhas eu estivesse ausente por muito tempo, seja pelos intercâmbios ou por ter de morar em outra cidade para estudar. A minha família, minha eterna gratidão.

Aos amigos que Deus me presenteou durante toda minha caminhada nesta vida, seja na infância, adolescência, ensino médio, graduação e até durante os intercâmbios, sendo eles, aptos a ajudarem e me entenderem nos momentos que precisei. Em especial, minhas amigas Juliane, Thayza e Thiffane, por terem me dado apoio e auxiliado com o processo do TCC. Minha gratidão ao meu melhor amigo Ruben por ter me dado palavras de conforto nos momentos em que não me senti bem durante a elaboração deste trabalho.

Aos amigos, Rafael, Yure, Almeida, Gisele, Mara, Glaúcia, Wellyson, Raickson, Alex, Gabriel, Bruna e Tainara, que me deram suporte durante esses anos de curso entre provas e trabalho que nos manteram unidos até o presente momento.

Ao Prof Dr. Moisés Araújo por ter me orientado e me auxiliado não só no desenvolvimento do meu trabalho de conclusão de curso, mas também por ter me ajudado enquanto eu estava em mobilidade, bem como agradeço também por tudo que aprendi com ele, cresci muito como profissional e pesquisadora.

Ao Prof Dr. Orleans Martins e a Proa<sup>a</sup> Ma Inajá pelo conhecimento compartilhado, por terem participado da banca e terem feitos comentários e sugestões construtivas para meu conhecimento acadêmico.

A todas as pessoas que de alguma forma me ajudaram a não desistir e seguir meus sonhos, porque sem elas não teria sido possível.

“O momento em que os sonhos são  
sonhados, nós conhecemos o mundo.”

BTS

## RESUMO

Esta pesquisa compara os fatores determinantes do endividamento das empresas exportadoras e não exportadoras listadas na bolsa de valores brasileiras (B3) entre os anos de 2010 e 2018. Foram analisadas 372 empresas listadas na B3, por meio de uma regressão robusta (*pooled robust*) sendo elas exportadoras e não exportadoras. Tendo como base para análise a teoria do *Trade-off* e a teoria do *Pecking Order*, os indicadores determinantes da estrutura de capital, retorno sobre o ativo (ROA), retorno sobre o patrimônio líquido (ROE), risco do negócio, tamanho, crescimento e tangibilidade das empresas, foram escolhidos, utilizando as informações disponíveis no período. Os resultados encontrados permitiram entender que as empresas exportadoras, maiores e mais arriscadas, têm um maior endividamento total, divergindo do que é preconizado pela teoria do *Trade-off*, na qual é esperado que empresas mais arriscadas tenham menos dívidas, e da teoria do *Pecking Order*, segundo as quais a relação esperada do risco é negativa. E por fim, as empresas não exportadoras, maiores e com perspectivas de crescimento, têm um maior endividamento em longo prazo, convergindo com a teoria do *Pecking Order*.

**Palavras-chave:** Diversificação Geográfica. Endividamento. Estrutura de Capital.



## **ABSTRACT**

This research compares the determinants of the debt financing of exporting and non-exporting companies listed on the Brazilian stock exchange (B3) between 2010 and 2018. 372 companies listed on B3 were analyzed using a pooled robust regression, separated in exporters and non-exporters companies. Based on the analysis of Trade-off theory and Pecking Order theory, the determinants of capital structure, return on assets (ROA), return on equity (ROE), business risk, size, growth and company tangibility, were chosen using the information available in the period. The results allowed us to understand that the bigger and riskier exporting companies have a higher total debt, diverging from what is advocated by the Trade-off theory, where it is expected that the riskier companies have less debt, and the Pecking theory. Order, according to which the expected risk ratio is negative. Finally, larger non-exporting companies with growth prospects have higher long-term debt, converging with the Pecking Order theory.

**Keywords:** Geographic Diversification. Debt Financing. Capital Structure.

## SUMÁRIO

<b>1</b>	<b>INTRODUÇÃO</b>	09
1.1	PROBLEMATIZAÇÃO	10
1.2	OBJETIVOS	10
1.2.1	Objetivo Geral	10
1.2.2	Objetivos Específicos	10
1.3	JUSTIFICATIVA	11
<b>2</b>	<b>REVISÃO DE LITERATURA</b>	13
2.1	TEORIA DA ESTRUTURA DE CAPITAL	13
2.1.1	<i>Trade-Off Theory</i>	14
2.1.2	<i>Pecking Order Theory</i>	15
2.1.3	Determinantes da Estrutura de Capital	15
2.2	DIVERSIFICAÇÃO	17
<b>3</b>	<b>PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS</b>	19
3.1	TIPOLOGIA DE PESQUISA, UNIVERSO E AMOSTRA	19
3.2	COLETA E ANÁLISE DE DADOS	20
<b>4</b>	<b>APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS</b>	22
4.1	ESTATÍSTICA DESCRITIVA	22
4.2	DETERMINANTES DO ENDIVIDAMENTO DAS EMPRESAS EXPORTADORAS	23
4.3	DETERMINANTES DO ENDIVIDAMENTO DAS EMPRESAS NÃO EXPORTADORAS	26
<b>5</b>	<b>CONSIDERAÇÕES FINAIS</b>	29
	REFERÊNCIAS	30

## 1 INTRODUÇÃO

A tomada de decisão nas empresas de capital aberto é realizada em sua maioria visando os resultados futuros, ou seja, pretende-se obter um retorno maior e uma potencialização de seu valor de mercado, aumentando a riqueza dos acionistas. Por sua vez, esta tomada de decisões tem suma importância na estrutura de capital, pois as empresas buscam alternativas para obtenção de menor custo capital e maior obtenção de valor de mercado.

Modigliani e Miller (1958), em seus estudos sobre a moderna teoria de finanças, afirmavam que o imposto e custo total de capital não se alterava mesmo se houvesse uma mudança na estrutura de financiamento, ou seja, a estrutura de capital seria irrelevante para o valor da empresa. Tais estudiosos defendiam que a qualidade das decisões é que influenciava o valor da empresa, e não a maneira pela qual elas eram financiadas (KAYO *et al.*, 2004).

Estes estudos fizeram com que outros pesquisadores gerassem várias discussões sobre a importância da tomada de decisão nas estruturas de capital das empresas, surgindo assim, algumas teorias visando esclarecer como as decisões de financiamento são tomadas (BERNARDO; ALBANEZ; SECURATO, 2018).

Myers (1984) declara em seu estudo que a estrutura de capital das empresas é dividida em duas correntes: i) *trade-off theory*, a qual afirma que o ajuste da estrutura de capital é gradativo a fim de atender a meta de endividamento que a companhia estabeleceu; ii) *pecking order theory*, em que a lógica é feita com base na existência de assimetria de informações, influenciando nas decisões das empresas (HALL; KAVESKI; HEIN, 2014). Muitos dos fatores determinantes da estrutura de capital são importantes para analisar as empresas, entre eles o retorno sobre o ativo, retorno sobre o patrimônio líquido, risco do negócio, tamanho, crescimento e tangibilidade, os quais são estudados na presente pesquisa.

De acordo com Mehmood, Hunjra e Chani (2019), as empresas diversificadas precisam de mais financiamento por dívida do que empresas não diversificadas e a estrutura financeira eficaz maximiza o valor para os acionistas. A estratégia de diversificação geográfica torna-se importante para a expansão e crescimento de empresas em ambientes competitivos e dinâmicos. Segundo eles, os gestores tendem a diversificar seus negócios para obterem mais benefícios no mercado atual com risco mínimo.

Os autores ainda afirmam que há uma necessidade de utilizar eficientemente os recursos das empresas para aplicar estratégias adequadas de diversificação geográfica e que a estrutura de capital mostrou um impacto significativo no desempenho financeiro das empresas.

## 1.1 PROBLEMATIZAÇÃO

As empresas estão optando por estratégias de diversificação para crescimento e sobrevivência em um ambiente competitivo de negócios (MEHMOOD; HUNJRA; CHANI, 2019). Diferentes processos de diversificação podem dar suporte ao aumento da empresa na mesma economia por meio de novos produtos/serviços que levam a empresa a entrar em um novo mercado (SCUR; QUEIROZ, 2017).

A escolha da estrutura de capital pode ser afetada pela estratégia competitiva das empresas, da mesma forma que o nível de endividamento pode tornar o mercado de produto competitivo mais acirrado. O aumento do endividamento e a redução dos custos de agência fazem com que as empresas reduzam a produção, aumentando, assim, a eficiência do produtor nas indústrias (PHILLIPS, 1995).

Tendo em vista o atual mercado nacional e as empresas nele existentes, o presente trabalho procura responder a seguinte questão: Quais são os determinantes da estrutura de capital das empresas exportadoras e não exportadoras listadas na bolsa de valores brasileiras?

## 1.2 OBJETIVOS

### 1.2.1 Objetivo Geral

O objetivo deste trabalho é identificar os fatores determinantes da estrutura de capital das empresas exportadoras e não exportadoras listadas na bolsa de valores brasileiras (B3) entre 2010 e 2018.

### 1.2.2 Objetivos Específicos

- a) Identificar as empresas listadas na B3 que utilizam a estratégia de diversificação geográfica;

- b) Verificar os determinantes do endividamento das empresas exportadoras;
- c) Verificar os determinantes do endividamento das empresas não exportadoras.

### 1.3 JUSTIFICATIVA

O estudo da estrutura de capital permite uma melhor observação quanto à geração de valor da empresa a partir da redução do custo capital, e, evidencia como a tomada de decisão influencia sobre os resultados, tendo como consequência uma possível inviabilização dos projetos de investimento. A estrutura de capital representa a forma como as empresas se financiam. Assim, trata-se um tema importante para ser discutido.

Apesar da estratégia de diversificação geográfica ser um tema atual e importante para compreender como ele atua sobre o endividamento, não existem muitos estudos sobre este tema no Brasil.

Grzebieluckas *et al.* (2007) descreveram os principais conceitos e medidas de diversificação e as razões que levam as empresas a diversificar suas atividades, bem como principais fatores que levam a essa decisão, evidenciando que apesar de os estudos sobre diversificação terem iniciados há mais de 50 anos, não existe um consenso sobre qual deve ser a melhor estratégia de diversificação.

Scur e Queiroz (2017) analisaram o impacto da diversificação na estratégia de operações por meio da conciliação entre as áreas de especialização. Esses autores evidenciaram em seus resultados que diferentes processos de diversificação podem ajudar a expansão da empresa no mesmo mercado, destacando que os processos de diversificação devem ser observados em uma ótica de crescimento estratégico.

Mehmood, Hunjra e Chani (2019) trataram em seu estudo o impacto da diversificação geográfica e de produtos da estrutura financeira sobre desempenho financeiro das empresas nos países do sul da Ásia, e encontraram que a diversificação dos produtos e a diversificação geográfica afetaram significativamente o desempenho financeiro das empresas, e, que a política de dividendos e a estrutura de capital também tiveram um impacto significativo sobre desempenho financeiro.

Assim, a pesquisa é justificada por em identificar os determinantes da estrutura de capital das empresas que utilizam a estratégia de diversificação

geográfica, tendo como objeto de estudo as empresas listadas no Brasil, Bolsa, Balcão (B3).

## 2 REVISÃO DE LITERATURA

Os assuntos abordados neste tópico buscam aprofundar o tema com base nas teorias de estrutura de capital, sendo discutido na perspectiva de diferentes autores as teorias do *Trade-off* e do *Pecking Order*, como também os determinantes da estrutura de capital e a estratégia de diversificação.

### 2.1 TEORIAS DE ESTRUTURA DE CAPITAL

Independente da natureza na qual a empresa atua, ela é analisada como tomadora de decisões, tanto com aplicação de recursos - investimento, quanto com captação de recursos - financiamento, ou com alocação dos recursos - dividendos. As decisões tomadas pela empresa devem ser apontadas de forma integrada entre elas descrevendo as taxas de retorno esperadas pelos detentores de capital (ASSAF NETO, 2005).

Segundo Gitman (2010, p. 433), “a estrutura de capital ideal é a combinação ótima desejada de financiamento com capital de terceiros e capital próprio que a maioria das empresas procura manter”, utilizando o custo de capital global para financiar algum tipo de investimento.

Considerando os mercados perfeitos, Modigliani e Miller (1958) propuseram em seu estudo que o custo capital e a estrutura de capital utilizada, não alterava o valor de mercado da empresa. Posteriormente, Modigliani e Miller (1963) reconheceram a importância dos impostos, considerando que o financiamento por meio da dívida gera proveito fiscal. Com isso, alguns elementos foram apontados, como o benefício fiscal sobre as despesas com juros, já que as despesas são deduzidas da base de cálculo para o imposto sobre o lucro (SOBREIRA; RENTE; FIGUEIREDO, 2005).

Segundo Sobreira, Rente e Figueiredo (2005), a ligação entre os credores e os titulares de capital próprio também está sujeita à assimetria de informação e ao conflito de interesses, no qual os que detêm de capital próprio estão associados a investirem em projetos, que se atingirem retorno positivo será direcionado a eles próprios, e se obtiverem retorno negativo, os mesmo serão transferidos para os credores.

A responsabilidade sobre a dívida acontece se obtiverem retorno negativo, os mesmo serão transferidos para os credores, ou seja, a responsabilidade sobre a dívida é limitada pelos detentores de capital (SOBREIRA; RENTE; FIGUEIREDO, 2005). O custo total de capital corresponde o valor mínimo de remuneração solicitado pelos investidores - capital próprio e capital de terceiros (ASSAF NETO; LIMA; ARAÚJO, 2008).

Alguns outros fatores como retorno sobre o ativo (ROA), retorno sobre o patrimônio líquido (ROE), tamanho da empresa, risco de negócio, tangibilidade e crescimento, serão discutidos mais à frente.

Neste sentido, múltiplas teorias foram elaboradas com o intuito de compreender o desempenho do nível de endividamento das corporações, dentre elas, as apresentadas neste trabalho a Teoria do *Trade-Off* e a Teoria do *Pecking Order*.

### **2.1.1 Trade-Off Theory**

A teoria do *trade-off*, as empresas buscam níveis de dívida que equilibram as vantagens fiscais de dívida adicional contra os custos de possíveis dificuldades financeiras, e também prevê empréstimos moderados por empresas pagadoras de impostos (MYERS, 2001).

Esta teoria justifica índices moderados de endividamento, afirma também que a empresa fará empréstimos até o ponto em que o valor marginal dos benefícios fiscais sobre a dívida adicional é apenas compensado pelo aumento no valor presente de possíveis custos de dificuldades financeiras. A dificuldade financeira refere-se aos custos de falência ou reorganização, e também aos custos de agência que surgem quando a capacidade creditícia da empresa está em dúvida (MYERS, 2001).

Segundo esta teoria existe uma equivalência entre os benefícios fiscais da dívida e os custos de falência procedentes sustentando que fato de as empresas operam com um montante classificado como ótimo (PRATES; LEAL, 2005).

Ela afirma que as empresas estabelecem uma meta de relação de valor e gradualmente se aproximam dela, e que qualquer aumento no nível da dívida provoca um aumento do custos de falência, e, portanto, diminui o valor da empresa. Assim, uma estrutura de capital ideal pode ser alcançada estabelecendo o equilíbrio entre vantagens (fiscais) e desvantagens (dificuldades financeiras e custos de falência) da dívida (KARADENIZ *et al.*, 2009).



### **2.1.2 Pecking Order Theory**

Segundo Tristão e Dutra (2012, p. 312), “a Teoria da Hierarquia das Escolhas parte da discussão referente às informações assimétricas, em que os gestores têm mais conhecimento dos riscos, das perspectivas e dos valores da empresa em relação aos investidores externos”.

A teoria do *Pecking Order* afirma que as empresas preferem financiamentos internos a externos e dívidas em relação ao capital próprio. Quando as empresas usam fundos externos, preferem primeiro emitir títulos mais seguros, isto é, títulos convertíveis e ações como último recurso. Usam financiamento externo somente quando seus fundos internos são insuficientes (MYERS; MAJLUF, 1984).

Esta teoria prediz que a empresa fará empréstimos, em vez de emitir ações, quando o fluxo de caixa interno não for suficiente para financiar despesas de capital. Assim, o montante da dívida refletirá a necessidade cumulativa da empresa por fundos externos. Esta teoria explica porque a maior parte do financiamento externo vem da dívida. Também esclarece o motivo pelo qual as empresas mais lucrativas tomam menos empréstimos: não porque seu índice de endividamento alvo é baixo, mas porque as empresas lucrativas têm mais financiamento interno disponível. Empresas menos lucrativas necessitam de financiamento externo e, conseqüentemente, acumulam dívidas (MYERS, 2001).

### **2.1.3 Determinantes da Estrutura de Capital**

Nesta seção serão discutidos os principais indicadores apontados no estudo de Bastos, Nakamura e Basso (2009) como determinantes da estrutura de capital: rentabilidade, risco do negócio, tamanho, oportunidade de crescimento e tangibilidade.

Segundo Gitman (2010), o retorno alcançado sobre o investimento ou retorno sobre o ativo total (ROA) mede o êxito da administração na obtenção de lucros resultantes de ativos disponíveis. Segundo Martins, Miranda e Diniz (2018, p.177), o retorno sobre o patrimônio (ROE) “verifica o retorno obtido pelos acionistas considerando a estrutura de capital utilizada pela entidade em determinado período”. Estes indicadores de rentabilidade têm uma relação esperada com o endividamento positiva quando relacionada com a teoria do *Trade-off*, já que segundo a teoria há

uma equivalência entre os benefícios fiscais e os custos de falência (PRATES; LEAL, 2005), e uma relação negativa com o endividamento quando relacionada com a teoria do *Pecking Order* que esclarece o porquê de empresas mais lucrativas tomar menos empréstimos (MYERS, 2001).

De acordo com Brito, Corrar e Batistella (2007), o risco tem influência na estrutura de capital das empresas com base na teoria dos custos de falência e dos custos de agência. Quanto maior o risco da empresa, maior a probabilidade de seus fluxos de caixa serem insuficiente. Assim, espera-se que empresas com maior risco sejam menos endividadas resultando em uma relação esperada com o endividamento seja negativa quando relacionada com a teoria do *Trade-off* que afirma que empresas mais arriscadas utilizam menos dívidas para financiar os seus projetos e a teoria do *Pecking Order* no qual diz que as empresas com resultados inconstantes, preferem financiamento interno a externo.

Quanto maior for a empresa, maior será a diversificação para reduzir os resultados inconstantes. Empresas grandes são mais diversificadas e se espera que sua capacidade de endividamento seja maior e tenham dívidas maiores a longo prazo (BRITO; CORRAR; BATISTELLA, 2007), tendo uma relação esperada positiva com a teoria do *Trade-off* e uma relação negativa/positiva com a teoria do *Pecking Order*.

Segundo Brito, Corrar e Batistella (2007) com base na teoria dos custos de falência, empresas com altos índices de crescimento possuem maior custo de falência. As empresas em crescimento possuem flexibilidade na escolha de investimentos, e, desta maneira, espera-se que elas sejam menos endividadas. Tendo uma relação esperada negativa com a teoria do *Trade-off* e uma relação positiva/negativa com a teoria do *Pecking Order*.

Com base nos estudos de Bastos e Nakamura (2009), a tangibilidade alinha-se com a teoria do *Trade-off* e a teoria do *Pecking Order*, quando utiliza do endividamento a longo prazo, ou seja, a composição dos ativos exerce forte influência nas empresas (dívidas a longo prazo), no sentido de que ativos tangíveis são utilizados como garantias.

O Quadro 1 mostra, com base nas teorias anteriormente apresentadas, a relação esperada dos fatores específicos da estrutura de capital das empresas com o endividamento.

**Quadro 1 – Relação Esperada com o Endividamento, com base nas Teorias**

<b>Fatores Específicos das Empresas</b>	<b><i>Trade-Off Theory</i></b>	<b><i>Pecking Order Theory</i></b>
Retorno Sobre o Ativo (ROA)	Positivo	Negativo
Retorno Sobre o Patrimônio Líquido (ROE)	Positivo	Negativo
Risco do negócio	Negativo	Negativo
Tamanho	Positivo	Negativo/positivo
Crescimento	Negativo	Positivo/negativo
Tangibilidade	Positivo	Positivo

Fonte: Bastos, Nakamura e Basso (2009, p. 56) adaptado.

## 2.2 DIVERSIFICAÇÃO

O que leva muitas empresas a pensarem melhor sobre a sua estratégia, são as constantes mudanças que acontecem no mercado, muitas organizações são levadas a mudar a forma como atuam no mercado (ALCANTARA *et al.*, 2015).

Segundo Grzebieluckas *et al.* (2007, p. 5) “os benefícios da diversificação apontam que as firmas possuem estratégias de diversificação com o intuito de maximizar o seu valor”. Segundo Pandya e Rao (1998)<sup>1</sup>, empresas diversificadas apresentam melhor desempenho em risco e retorno (MEHMOOD; HUNJRA; CHANI, 2019).

Para enfrentar desafios e sobreviver nos mercados, as empresas tomam decisões de diversificação. A gestão das firmas decide se querem diversificar as atividades da empresa, sejam elas relacionadas ou não relacionadas com as atividades da entidade. A estratégia de diversificação ajuda as empresas a expandirem as atividades de seus negócios e a maximizarem o lucro (PHUNG; MISHRA, 2016<sup>2</sup> *apud* MEHMOOD; HUNRA; CHANI, 2019).

Segundo Scur e Queiroz (2017, p. 207), “a forma como as empresas diversificam suas atividades determina quais serão as novas áreas básicas e, conseqüentemente, as conduz a uma estratégia de diversificação, em virtude de seus recursos internos e mercado no qual está inserida”.

<sup>1</sup> PANDYA, A. M.; RAO, N. V. Diversification and Firm Performance: An Empirical Evaluation. **Journal of Financial and Strategic Decisions**, v. 11, n. 2, p. 67–81, 1998.

<sup>2</sup> PHUNG, D. N.; MISHRA, A. V. Corporation Diversification and Firm Performance: Evidence from Vietnamese Listed Firms. **Australian Economic Papers**, v. 55, n. 4, p. 386-408, 2016.

Segundo Scur e Queiroz (2017), para sobreviverem em um determinado mercado ou para serem mais competitivas, as empresas precisam diminuir suas margens ou se adequar a estratégias. Os autores também afirmam que a aquisição de empresas ou de inovações de produtos para diversificação está relacionada ao desafio que as empresas têm ao escolher o processo de diversificação, em atributo de seus recursos internos.

Nesse sentido, a estratégia de diversificação geográfica mostra-se relevante as entidades, pois uma estratégia de diversificação lida com a expansão dos negócios e a maximização do lucro empresa.

### 3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Este capítulo discorre sobre a amostra pesquisada e os procedimentos de coleta e análise de dados.

#### 3.1 TIPOLOGIA DE PESQUISA, UNIVERSO E AMOSTRA

Esta pesquisa quanto ao seu objetivo se classifica como explicativa, já que, procura explicar qual são os determinantes da estrutura de capital das empresas. E quanto a abordagem do problema, apresenta predominância quantitativa, uma vez que os dados são quantificados por meio estatístico.

O universo deste estudo é o conjunto de empresas listadas na bolsa de valores brasileira (B3), compreendidos ao longo de 9 anos, de 2010 a 2018, que foi a partir de quando as empresas listadas na bolsa aderiram as IFRS. Para alcançar os dados coletados, foi necessário utilizar a plataforma Economatica® para seleção das empresas e de alguns indicadores e a base de dados da Secretaria do Comércio Exterior para saber quais empresas exportavam ou não, que permitiu o desenvolvimento da pesquisa. Assim, foi obtida uma amostra das empresas listadas na B3, das quais são exportadoras e não exportadoras, permitindo comparação entre os dois grupos.

**Tabela 1 – Empresas Exportadoras e Empresas Não Exportadoras**

ANO	EXPORTADORAS	NÃO EXPORTADORAS	TOTAL
2010	80	292	372
2011	83	289	372
2012	86	296	372
2013	80	292	372
2014	77	295	372
2015	74	298	372
2016	72	300	372
2017	76	296	372
2018	76	296	372

Fonte: Dados da Pesquisa (2019)

A amostra inicialmente coletada foi de 603 ações, das quais 88 são exportadoras e 514 não exportadoras. Com a finalidade de identificar os dois grupos, foi criada uma *dummy*, atribuindo 0 para empresas não exportadoras e 1 para empresas exportadoras. Em seguida, foram excluídas da amostra as empresas do setor financeiro (bancos, corretoras de seguros, etc.), já que são empresas reguladas e possuem uma estrutura de capital regulada, restando as empresas apresentadas na tabela acima.

### 3.2 COLETA E ANÁLISE DE DADOS

O endividamento total e o endividamento de longo prazo são as variáveis dependentes para a pesquisa (alternativamente), de forma que eles representam a estrutura de financiamento da empresa. As variáveis dependentes foram calculadas conforme demonstradas no quadro 2:

**Quadro 2 – Variáveis Dependentes - Endividamento**

Variável	Fórmula
Endividamento Total	$= (\text{Passivo Circulante} + \text{Exigível LP}) / \text{Ativo Total}$
Endividamento de Longo Prazo	$= \text{Passivo Não Circulante} / \text{Ativo Total}$

Fonte: Bastos, Nakamura e Basso (2009, p. 58) adaptada.

Como variáveis de controle foram utilizadas: Indicador de Desempenho, utilizado alternativamente com o ROA e o ROE, risco do negócio, tamanho, crescimento e tangibilidade. Foram calculadas conforme Quadro 3.

**Quadro 3 – Variáveis de Controle**

Variável	Fórmula
ROA – Retorno Sobre o Ativo	$ROA = \frac{Ebit}{Ativo\ Total\ Final}$
ROE – Retorno Sobre o Patrimônio	$ROE = \frac{Lucro\ Líquido}{Patrimônio\ Líquido\ Inicial}$
Risco do Negócio	$RISC = \frac{Desvio\ Padrão\ do\ Ebit}{Ativo\ Total\ Final}$
Tamanho	$TAM = \log(Receita\ Operacional)$
Crescimento	$CRESC = \frac{Vendas\ em\ t1 - Vendas\ em\ t0}{Vendas\ t0}$
Tangibilidade	$TANG = \frac{Ativo\ Imobilizado + Estoques}{Ativo\ total\ Final}$

Fonte: Bastos, Nakamura e Basso (2009, p. 59) e Martins, Miranda e Diniz (2018, p.177) adaptada.

Foi feita uma análise de regressão com dados em painel de 2010 a 2018, conforme a equação.

$$END_{it} = \beta_0 + \beta_1 DESEMP_{it} + \beta_2 RISC_{it} + \beta_3 TAM_{it} + \beta_4 CRESC_{it} + \beta_5 TANG_{it} + \varepsilon_{it}$$

Sendo:

- END, é o endividamento da empresa, sendo Endividamento Total (ENDTOT) ou Endividamento em Longo Prazo (ENDLTP);
- DESEMP, é o indicador de desempenho, sendo Retorno sobre o Ativo (ROA) ou Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE);

- RISC é o risco do negócio;
- TAM é o tamanho da empresa;
- CRESC é o crescimento da empresa;
- TANG é a tangibilidade da empresa;
- $\beta$ : coeficiente da regressão;
- $i$ : representa a  $i$ -ésima empresa;
- $t$ : representa tempo;
- $\varepsilon$ : representa o termo de erro aleatório.

Para testar o melhor método a ser utilizado, foram observados dados em painel pelo método regressão de efeito fixo, de efeito aleatório e *pooled*, entretanto aplicando os testes de normalidade dos resíduos (normalidade de *Shapiro-Wilk*), teste de assimetria e curtose, os testes de heterocedasticidade, sendo estes o teste de *Breusch-Pagan* e teste de *White*.

Também foi aplicado o teste da multicolinearidade das variáveis e o teste de ausência de autocorrelação dos resíduos, mostrando que não seria viável utilizar o efeito fixo ou o efeito aleatório, a regressão robusta (*pooled robust*) foi método escolhido para este estudo.

## 4 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS

Neste tópico é apresentado os resultados e análises obtidas. Segundo Prazeres *et al.* (2015), as teorias da estrutura de capital, *Trade-off Theory* e *Pecking Order Theory*, procuram permitir a compreensão dos possíveis fatores determinantes do endividamento das empresas. Sendo assim, o presente estudo procurou apresentar os determinantes do endividamento separando a análise entre os grupos de empresas exportadoras e não exportadoras.

### 4.1 ESTATÍSTICA DESCRITIVA

As médias e os desvios-padrão do endividamento de total e endividamento de longo prazo (variável dependente) e o ROA, ROE, risco do negócio, tamanho da empresa, crescimento e tangibilidade (variáveis independentes), são apresentados na Tabela 2.

**Tabela 2 – Estatística Descritiva**

VARIÁVEIS	Empresas Exportadoras		Empresas Não Exportadoras	
	Média	Desvio Padrão	Média	Desvio Padrão
<b>ENDTOT</b>	0,754	0,572	6,065	116,678
<b>ENDLP</b>	0,381	0,384	1,031	5,508
<b>ROA</b>	0,059	0,097	-0,088	18,218
<b>ROE</b>	5,285	443,769	-39,992	1670,632
<b>RISC</b>	0,072	0,702	3,242	71,459
<b>TAM</b>	14,167	1,963	13,212	2,548
<b>CRESC</b>	120,298	364,414	875,826	31060,47
<b>TANG</b>	0,476	0,169	0,235	0,279

Fonte: Dados da Pesquisa (2019).

Por meio dos dados relacionados na Tabela 2, entende-se que a média do endividamento total das empresas exportadoras é de 75,4% e das empresas não exportadoras é de 606,5%. As estatísticas também apontam que a média de endividamento a longo prazo das empresas exportadoras é de 38,1% e das empresas não exportadoras é de 130,1%.

Com relação aos indicadores de desempenho, a estatística aponta que a média do ROA é de 5,9% para as empresas que exportam e de -8,8% para as que



não exportam. Já a média do ROE é de 528,5% para as empresas exportadoras e -3999,2% para as empresas não exportadoras.

A variável risco apresentou uma média estatística de 7,2% para as empresas que exportam e uma média de 324,2% para as empresas que não exportam. O tamanho obteve uma média de 14,167 com o grupo de empresas exportadoras e uma média de 13,212 com o grupo de empresas que não exportam.

A oportunidade de crescimento apresentou uma média estatística de 12029,8% para as empresas exportadoras, já com as empresas não exportadoras apresentou uma média de 87582,6%. Por fim, a tangibilidade mostrou uma média de 47,6% com as empresas que exportam e 23,5% com as que não exportam.

#### 4.2 DETERMINANTES DO ENDIVIDAMENTO DAS EMPRESAS EXPORTADORAS

A tabela 3 apresenta a correlação das empresas exportadoras. Mesmo que as variáveis do endividamento (total e longo prazo) possuam correlações elevadas para as empresas exportadoras, não causará problema para o resultado da pesquisa, pois serão empregados alternativamente na regressão.

As variáveis ROA e tamanho, apresentaram significância e relação esperada negativa com os dois indicadores de endividamento total e de longo prazo ficando de acordo com a teoria do *Pecking Order* afirma, já a variável tangibilidade apresentou significância e relação positiva apenas com o endividamento a longo prazo, assim como as teorias do *Trade-off* e *Pecking Order* apontam.

**Tabela 3 – Matriz de Correlação das Empresas Exportadoras**

VARIÁVEIS	ENDTOT	ENDLPT	ROA	ROE	RISC	TAM	CRESC	TANG
<b>ENDTOT</b>	1,0000							
<b>ENDLPT</b>	0,7695*	1,0000						
<b>ROA</b>	-0,1608*	-0,1264*	1,0000					
<b>ROE</b>	-0,0150	0,0410	0,0397	1,0000				
<b>RISC</b>	0,0081	0,0075	-0,0161	0,0011	1,0000			
<b>TAM</b>	-0,3529*	-0,1912*	0,2034*	-0,0216	-0,1747*	1,0000		
<b>CRESC</b>	0,004	0,0003	0,0089	0,0180	-0,0157	0,0220	1,0000	
<b>TANG</b>	0,0322	0,0820*	-0,0875*	0,0122	-0,0743	-0,0764*	0,0267	1,0000

**Nota:** **ENDTOT:** Endividamento Total; **ENDLPT:** Endividamento Longo Prazo; **ROA:** Retorno Sobre o Ativo; **ROE:** Retorno Sobre o Patrimônio; **RISC:** Risco do Negócio; **TAM:** Tamanho; **CRESC:** Crescimento; **TANG:** Tangibilidade. Significância de 5%.

Fonte: Dados da Pesquisa (2019)

Os resultados alcançados para este estudo foram expressos a partir de uma regressão robusta (*pooled robust*) que foram reportados na tabela 4.

**Tabela 4 – Dados da Regressão das Empresas Exportadoras**

VARIÁVEIS		ENDTOT	ENDTOT	ENDLP	ENDLP
ROA	Coef.	-0,550		-0,344	
	t	-1,150		-1,100	
	p-Valor	0,253		0,273	
ROE	Coef.		-5,99e-06		0,000
	t		-0,110		-0,860
	p-Valor		0,916		0,392
RISC	Coef.	<b>-0,045</b>	0,000	-0,011	<b>0,0165</b>
	t	<b>-2,850</b>	0,090	-1,430	<b>9,000</b>
	p-Valor	<b>0,005</b>	0,929	0,273	<b>0,000</b>
TAM	Coef.	<b>-0,101</b>	<b>0,012</b>	<b>-0,034</b>	<b>0,0280</b>
	t	<b>-6,330</b>	<b>2,300</b>	<b>-2,750</b>	<b>7,630</b>
	p-Valor	<b>0,000</b>	<b>0,022</b>	<b>0,006</b>	<b>0,000</b>
CRESC	Coef.	0,000	1,34e-06	3,23e-06	5,85e-06
	t	0,250	0,070	0,100	0,360
	p-Valor	0,800	0,948	0,923	0,715
TANG	Coef.	-0,044	-0,064	0,128	<b>0,129</b>
	t	-0,300	-1,180	1,710	<b>3,350</b>
	p-Valor	0,764	0,239	0,088	<b>0,001</b>
_CONS	Coef.	<b>2,244</b>	<b>0,439</b>	<b>0,824</b>	<b>-0,177</b>
	t	<b>9,28</b>	<b>5,430</b>	<b>4,320</b>	<b>-3,060</b>
	p-Valor	<b>0,000</b>	<b>0,000</b>	<b>0,000</b>	<b>0,002</b>

**Nota:** Endividamento Total: Número de Observações = 692 (ROA) e 593 (ROE);  $R^2 = 13,76\%$  (ROA) e  $1,31\%$  (ROE). Endividamento Longo Prazo: Número de Observações = 692(ROA) e 593 (ROE);  $R^2 = 4,89\%$  (ROA) e  $10,11\%$  (ROE). **ROA:** Retorno Sobre o Ativo; **ROE:** Retorno Sobre o Patrimônio; **RISC:** Risco do Negócio; **TAM:** Tamanho; **CRESC:** Crescimento; **TANG:** Tangibilidade. Significância de 5%.

Fonte: Dados da Pesquisa (2019).

Observou-se que quando o modelo de regressão utilizou a variável ROA como medida de desempenho, o risco do negócio mostra significância quando relacionado ao endividamento total, mas não ao de longo prazo e, mostrou-se negativo em ambas formas. O tamanho apresentou significância nos dois modelos, mas indicou-se negativo em relação aos dois tipos de endividamento.

Apesar da teoria afirmar que os determinantes da estrutura de capital são importantes para explicar o endividamento das empresas, os resultados apresentados neste estudo mostram que apenas o risco e o tamanho das empresas que exportam têm uma relação significativa com o endividamento total. Quando relacionados com o endividamento a longo prazo apenas a variável tamanho mostra significância quando utilizada juntamente com o ROA e as variáveis risco do negócio, tamanho e tangibilidade quando utilizadas juntamente com o ROE.

Na regressão que utiliza o ROA como indicador de desempenho em relação as empresas exportadoras, o mesmo não se indicou significativo e, mostrou-se

negativo quando relacionado tanto ao endividamento total quanto ao de longo prazo da empresa.

A variável de crescimento da empresa não indicou significância e mostrou-se positiva quando relacionada ao endividamento. A tangibilidade não indicou significância, mas mostrou-se negativa em relação ao endividamento total e positiva com o endividamento de longo prazo.

Na regressão que é utilizado o retorno sobre o patrimônio como indicador de desempenho mostrou-se negativo e não significativo, o risco do negócio e o crescimento indicou-se ser positivo mais sem significância, o tamanho da empresa indicou significância e foi positiva, e a tangibilidade mostrou-se negativa e sem significância quando relacionada ao endividamento total. Quando relacionada ao endividamento de longo prazo, as variáveis risco do negócio, tamanho e tangibilidade apresentaram-se positiva e significativas, o retorno sobre o patrimônio mostrou-se negativo e sem significância e o crescimento indicou-se positivo, mas sem significância.

Os resultados apresentados na regressão que é utilizado o ROA como indicador de desempenho confirmaram a teoria do *Pecking Order* que indica que a relação esperada com o retorno sobre o ativo e o risco do negócio seja negativa, com o tamanho seja negativa/positiva, com o crescimento uma relação positiva/negativa e com a tangibilidade seja positiva, conforme apresentado anteriormente no estudo de Bastos, Nakamura e Basso (2009). Já os resultados apresentados na regressão que utiliza o retorno sobre patrimônio como indicador de desempenho, não confirma a relação esperada de nenhuma das teorias apresentadas.

O risco de negócio ser uma variável que influência o endividamento pode ser explicado pelo fato de que estão exportar a mais fatores de risco, como as empresas exportam, uma parte da receita depende do mercado externo, fazendo com que o seu lucro varie e elas se financiem mais. Já o tamanho pode ser explicado pelo fato de empresas grandes precisaram de um maior financiamento para manter sua estrutura. A tangibilidade segundo Bastos, Nakamura (2009) pode ser explicada pelo fato de que os ativos exercem fortes influência nas empresas (dívidas de longo prazo), os ativos são usados como garantia.

### 4.3 DETERMINANTES DO ENDIVIDAMENTO DAS EMPRESAS NÃO EXPORTADORAS

As mesmas variáveis utilizadas para o estudo das empresas exportadoras foram utilizadas com as empresas não exportadoras, com a finalidade de realizar uma comparação entre os dois grupos de empresas. A correlação das empresas não exportadoras é exposta na tabela 5, possibilitando a visualização da existência de correlação e do nível de significância entre as variáveis apresentadas.

**Tabela 5 – Matriz de Correlação das Empresas Não Exportadoras**

VARIÁVEIS	ENDTOT	ENDLP	ROA	ROE	RISC	TAM	CRESC	TANG
ENDTOT	1,0000							
ENDLP	0,0427*	1,0000						
ROA	-0,0074	-	1,0000					
ROE	-0,0766*	0,1104*	0,0037	1,0000				
RISC	0,0098	0,0006	-0,0192	-0,0013	1,0000			
TAM	-0,2756*	-	0,0051	0,0349	-0,0244	1,0000		
CRESC	-0,0035	0,0022	0,0006	0,3260*	-0,0007	0,0035	1,0000	
TANG	-0,0316	0,0334	0,0047	0,0105	-0,0343	-	-0,0179	1,0000
						0,1036*		

**Nota:** ENDTOT: Endividamento Total; ENDLP: Endividamento Longo Prazo; ROA: Retorno Sobre o Ativo; ROE: Retorno Sobre o Patrimônio; RISC: Risco do Negócio; TAM: Tamanho; CRESC: Crescimento; TANG: Tangibilidade. Significância de 5%.

Fonte: Dados da pesquisa (2019).

As variáveis retorno sobre o patrimônio líquido (ROE) e tamanho mostraram significância na correlação com o endividamento total e com o endividamento de longo prazo, o retorno sobre o ativo juntamente com o tamanho, mostraram correlação entre as empresas não exportadoras, com uma relação esperada negativa entre as variáveis e os indicadores de endividamento total e de longo prazo, corroborando com a teoria do *Pecking Order*.

A tabela 6 apresenta dos dados obtidos a partir da regressão robusta (*pooled robust*) das empresas não exportadoras, na qual, se referem aos dados apresentados por meio da regressão levando em consideração as variáveis de endividamento, total e longo prazo.

Tabela 6 – Dados da Regressão das Empresas Não Exportadoras

VARIÁVEIS		ENDTOT	ENDTOT	ENDLP	ENDLP
ROA	Coef.	-0,086		0,025	
	t	-1,010		1,210	
	p-Valor	0,312		0,227	
ROE	Coef.		-0,000		-0,000
	t		-1,670		-3,600
	p-Valor		0,094		0,000
RISC	Coef.	0,315	-0,002	-0,093	-0,002
	t	1,000	-2,090	-1,240	-8,800
	p-Valor	0,316	0,037	0,215	0,000
TAM	Coef.	0,406	0,025	-0,039	0,009
	t	-4,940	4,460	-4,830	1,850
	p-Valor	0,000	0,000	0,000	0,065
CRESC	Coef.	-2,48e-07	3,19e-07	-9,09e-08	2,68e-07
	t	-2,240	1,360	-1,020	4,250
	p-Valor	0,025	0,175	0,310	0,000
TANG	Coef.	0,441	-0,002	0,354	-0,049
	t	1,080	-0,090	0,870	-2,180
	p-Valor	0,282	0,929	0,383	0,029
_CONS	Coef.	6,312	0,257	5,804	0,241
	t	5,390	3,020	5,120	3,180
	p-Valor	0,000	0,003	0,000	0,001

**Nota:** Endividamento Total: Número de Observações = 2224 (ROA) e 2018 (ROE);  $R^2$  = 8,26% (ROA) e 3,27% (ROE). Endividamento Longo Prazo: Número de Observações = 2224 (ROA) e 2018 (ROE);  $R^2$  = 7,00% (ROA) e 1,64% (ROE). **ROA:** Retorno Sobre o Ativo; **ROE:** Retorno Sobre o Patrimônio; **RISC:** Risco do Negócio; **TAM:** Tamanho; **CRESC:** Crescimento; **TANG:** Tangibilidade. Significância de 5%.  
Fonte: Dados da Pesquisa (2019).

O retorno sobre o ativo não apresentou significância nos dois modelos e mostrou-se negativo quando relacionado ao endividamento total, já com endividamento de longo prazo apresentou relação positiva, não sendo consistente, pois o sinal inverte.

O risco do negócio não indicou significância em nenhum dos modelos, mas mostrou-se positivo em relação ao endividamento total, não condizendo com nenhuma das teorias, e negativo ao de longo prazo conforme a teoria do *Trade-off* e a teoria do *Pecking Order* declara.

O tamanho apresentou significância e relação negativa com o endividamento total em ambos modelos, convergindo com a teoria do *Pecking Order*, já com o endividamento de longo prazo apresentou significância apenas quando observado com a variável ROA. O crescimento mostrou significância apenas quando relacionado ao endividamento total e indicou ser negativo em ambos, e a variável tangibilidade mostrou-se positiva em ambos modelos e não indicou significância conforme as duas teorias afirmam.

O retorno sobre o patrimônio líquido (ROE), indicou-se negativo em ambos modelos, convergindo com a teoria do *Pecking Order*, mas mostrou significância no endividamento em longo prazo e não no endividamento total. O risco do negócio apresentou-se negativo e se mostrou significativo tanto para o endividamento total quanto o de longo prazo, conforme as duas teorias afirmam. A variável tamanho mostrou-se positiva em ambos os modelos, indo de acordo com o que a teoria do *Trade-off* afirma, mas apenas indicou significância quando relacionada ao endividamento de longo prazo. O crescimento apresentou-se significativo apenas quando relacionado com o longo prazo, mas mostrou-se positivo nas duas formas, convergindo com a teoria do *Pecking Order*. Por fim, a variável tangibilidade indicou-se negativa nos dois modelos, divergindo com o que a teoria do *Trade-off* e do *Pecking Order* afirma, apresenta significância apenas quando relacionada com o endividamento de longo prazo.

Os resultados esperados quando aplicado o indicador de desempenho ROA e o ROE não apresentaram o que a teoria do *Trade-off* e a teoria do *Pecking Order* afirmam, conforme Bastos, Nakamura, Basso (2009), apresentados no Quadro 1.

A teoria afirma que os determinantes da estrutura de capital são importantes para explicar o endividamento das empresas, mas os resultados obtidos com a variável de desempenho ROA nesta pesquisa indicam que apenas o tamanho das empresas que não exportam tem uma maior relação com o endividamento de longo prazo, já quando relacionados com o endividamento total apenas as variáveis tamanho e crescimento mostram significância. Já quando se utiliza o indicador de desempenho ROE, as variáveis risco do negócio e tamanho tem uma maior relação com o endividamento total e as variáveis ROE, risco de negócio, crescimento e tangibilidade apresentam significância quando relacionadas com o endividamento de longo prazo.

Assim como as empresas exportadoras, as empresas não exportadoras apresentaram em seus resultados um grau de significância estatística a variável tamanho com endividamento total, que pode ser explicado pelo fato de empresas maiores precisarem de financiamento para manter sua estrutura e conseguem esses recursos com mais facilidade. A variável de crescimento aparecendo junto ao endividamento total pode ser explicado pelo fato de que as empresas precisam de financiamento para custear seu crescimento no mercado, as empresas necessitam se financiar para obterem as oportunidades de crescimento.

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente estudo buscou comparar os fatores determinantes do endividamento das empresas exportadoras e não exportadoras listadas na bolsa de valores brasileiras (B3) entre 2010 e 2018.

Apesar do endividamento total e de longo prazo terem apresentado uma maior correlação para empresas exportadoras, isso não afetou os resultados obtidos pelo estudo, pois as variáveis foram observadas de forma distinta.

Durante o período analisado, foi possível observar que quando o ROA é utilizado como indicador de desempenho, nas empresas exportadoras, o risco do negócio e o tamanho são fatores que influenciam o endividamento, o que pode ser explicado pelo fato de que as empresas maiores estão exportar a mais fatores de risco, já nas empresas não exportadoras, o fator de influência é o tamanho e o crescimento, no qual empresas maiores necessitam de financiamento para custear seu crescimento no mercado, enquanto os outros determinantes de capital utilizados não se mostraram relevantes para a forma como as empresas se financiam.

Quando o ROE é utilizado como indicador de desempenho, é possível observar que o tamanho continua sendo fator que influencia o endividamento total e para o de longo prazo são as variáveis risco do negócio e tangibilidade. Já para as empresas não exportadoras, o risco do negócio aparece com fator que influencia o endividamento total e o ROE, risco do negócio, crescimento e tangibilidade como fatores do endividamento em longo prazo.

A principal contribuição desta pesquisa foi a análise da amostra de empresas exportadoras e não exportadoras, direcionando-se aos tomadores de decisão, em que, as empresas exportadoras tem uma maior estrutura e se arriscam mais, pelo fato de que parte de sua receita depende do mercado externo e as empresas não exportadoras se endividam mais para custear seu crescimento e sua estrutura.

Os fatores analisados nesta pesquisa explicam apenas os fatores determinantes do endividamento, total e de longo prazo, das empresas exportadoras e não exportadoras. Para futuras pesquisas sugere-se que seja feito o estudo com outras variáveis da estratégia da diversificação.

## REFERÊNCIAS

- ALCANTARA, P. G. F.; LIMA, D. F. S.; CARDOSO, P. I. F. C.; GOHR, C. F. Estratégia de Diversificação segundo a Visão Baseada em Recursos: Estudo de Caso em uma Empresa de Alimentos. **Revista Eletrônica de Estratégia & Negócios**, v. 8, n. 3, p. 31-59, 2015.
- ASSAF NETO, A. **Finanças corporativas e valor**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2005.
- ASSAF, A. N.; LIMA, F. G.; ARAÚJO, A. M. P. Uma proposta metodológica para o cálculo do custo de capital no Brasil. **Revista de Administração**. São Paulo, v. 43, n. 1, p. 72-83, 2008.
- BASTOS, D. D.; NAKAMURA, W. T. Determinantes da Estrutura de Capital das Companhias Abertas do Brasil, México e Chile no período de 2001-2006. **Revista Contabilidade & Finanças**, São Paulo, v. 20, n. 50, p. 75-94, 2009.
- BASTOS, D. D.; NAKAMURA, W. T.; BASSO, L. F. C. Determinantes da Estrutura de Capital das Companhias Abertas na América Latina: Um Estudo Empírico Considerando Fatores Macroeconômicos e Institucionais. **Revista em Administração Mackenzie**, São Paulo, v. 10, n. 6, p. 47-77, 2009.
- BERNARDO, C. J.; ALBANEZ, T.; SECURATO, J. R. Fatores Macroeconômicos e Institucionais, Composição do Endividamento e Estrutura de Capital de Empresas Latino-Americanas. **Brazilian Business Review**, v. 15, n. 2, p. 152-174, 2018.
- BRITO, G. A. S; CORRAR, L. J; BATISTELLA, F. D. Fatores determinantes da estrutura de capital das maiores empresas que atuam no Brasil. **Revista de Contabilidade e Finanças**, São Paulo, v. 1, n. 43, p. 9-19, 2007.
- GITMAN, Lawrence J. **Princípios de Administração Financeira**. 12. ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2010.
- GRZEBIELUCKAS, C.; MARCON, R.; BANDEIRA-DE-MELO, R.; ALBERTON, A. Estratégia de Diversificação: Conceitos, Motivos e Medidas. **III Encontro de Estudos em Estratégia**. São Paulo, 2007. Disponível em: <http://anpad.org.br/admin/pdf/3ES655.pdf>. Acesso em: 26 jun. 2019.
- HALL, R. J.; KAVESKI, I. D. S.; HEIN, N. Análise do endividamento e o impacto no custo da dívida e rentabilidade das empresas do agronegócio brasileiro listadas na BM&FBovespa. **Custos e Agronegócio Online**, v. 10, n. 4, p. 39-59, 2014.
- KARADENIZ, E.; KANDIR, S. Y.; BALCILAR, M.; ONAL, Y. B. Determinants of Capital Structure from Turkish Lodging Companies. **International Journal of Contemporary Hospitality Management**, v. 20 n. 5, p. 594-609, 2009.
- KAYO, E. K.; FAMÁ, R.; NAKAMURA, W. T.; MARTIN, D. M. L. Estrutura de Capital e criação de valor: os determinantes da estrutura de capital em diferentes fases de crescimento das empresas. **REAd. Revista Eletrônica de Administração**, v. 10, n. 3, p. 1-14, 2004.



MARTINS, E.; MIRANDA, G. J.; DINIZ, J. A. **Análise Didática das Demonstrações Contábeis**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2018.

MEHMOOD, R.; HUNJRA, A. I.; CHANI, M. I. The Impact of Corporate diversification and Financial Structure on Firm Performance: Evidence from South Asian Countries. **Journal of Risk and Financial Management**, v. 12, n. 49, p. 1-17, 2019.

MODIGLIANI, F.; MILLER, M. H. Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. **The American Economic Review**, v. 53, n. 3, p. 433-443, 1963.

MODIGLIANI, F.; MILLER, M. H. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. **The American Economic Review**, v. 48, n. 3, p. 261-297, 1958.

MYERS, S. C. Capital Structure. **Journal of Economic Perspectives**, v. 15, n. 2, p. 81-102, 2001.

MYERS, S. C. The Capital Structure Puzzle. **Journal of Finance**, v. 39, n. 3, p. 575-592, 1984.

MYERS, S. C.; MAJLUF, N. S. Corporate Finance And Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have. **Journal of Financial Economics**, v. 13, n. 2, p. 187-221, 1984.

PHILLIPS, G. M. Increased Debt and Industry Product Markets: An empirical Analysis. **Journal of Financial Economics**, v. 37, n. 2, p. 189-238, 1995.

PHUNG, D. N.; MISHRA, A. V. Corporation Diversification and Firm Performance: Evidence from Vietnamese Listed Firms. **Australian Economic Papers**, v. 55, n. 4, p. 386-408, 2016.

PRATES, C. P. T.; LEAL, R. P. C. Algumas Considerações sobre os Determinantes da Estrutura de Capital nas Empresas Brasileiras. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, v. 12, n. 23, p. 201-218, 2005.

PRAZERES, R. V.; SAMPAIO, Y. S. B.; LAGIOIA, C. T.; SANTOS, J. F.; MIRANDA, L. C. Fatores Determinantes do Endividamento: Um Estudo Empírico no Setor de Telecomunicação Brasileiro. **Contabilidade, Gestão e Governança**. Brasília, v. 18, n. 2, p. 139-159, 2015.

SCUR, G.; QUEIROZ, R. P. O impacto da diversificação na estratégia de operações de empresas de bens de capital. **Gestão & Produção** São Carlos, v. 24, n. 2, p. 206-220, 2017.

SOBREIRA, R.; RENTE, F.; FIGUEIREDO, C. Estrutura de Capital e Estratégias Competitivas. **Cadernos EBAPE**, v. 3, n. 4, p. 1-12, 2005.

TRISTÃO, P. A.; DUTRA, V. R. Fatores que Influenciam na Estrutura de Capital das Empresas Listadas na BOVESPA. **Revista de Administração da UFSM**, v. 5, n. 2, p. 309-320, 2012.